

华昌化工（002274）

老牌煤化工企业，新产能蓄势未来可期

买入（首次）

2023年10月07日

证券分析师 陈淑娴

执业证书：S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

研究助理 何亦桢

执业证书：S0600123050015

heyzh@dwzq.com.cn

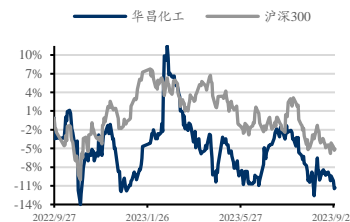
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	9,045	9,350	9,316	11,282
同比	-4%	3%	-0.36%	21%
归属母公司净利润（百万元）	872	737	804	1,029
同比	-47%	-16%	9%	28%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.92	0.77	0.84	1.08
P/E（现价&最新股本摊薄）	7.87	9.32	8.54	6.67

关键词：#产能扩张

投资要点

- **深耕化工领域五十余载，三大业务稳扎稳打：**公司以煤气化为产业链源头，主营产品包括肥料、纯碱和多元醇。公司2022年营收、归母净利润分别为90、9亿元，2015-2022年复合增速分别达12%、62%，主营业务稳步发展，盈利能力稳健。
- **煤制尿素价差恢复，能效领跑&具备区位优势：**未来尿素产能扩张受限且下游需求强劲且弹性较小，尿素景气周期有望维持。公司依托煤气化生产尿素、复合肥，截至2023年6月的产能分别40、160万吨，由于煤炭供需格局宽松，煤制尿素价差逐步修复，**能效领跑构筑成本优势，瞄准江浙沪农业发达地区和海外市场，区位优势显著。**
- **联碱法生产纯碱，区域市场规模领先：**公司采用联碱法生产，使用自产合成氨，具有原料成本优势；截至2023年6月，公司纯碱产能为70万吨，在江浙沪区域市场的生产规模领先，具有竞争优势。公司纯碱板块盈利受纯碱价格影响较大，2021和2022年盈利逐渐回升，2022年实现营收16.42亿元，同比+28%。
- **多元醇业务高速发展，新增投产即将落地：**中国丁辛醇产能总体比较稳定，但产量稳步上升，行业竞争激烈。公司充分发挥成本优势和区位优势，多元醇业务收入2015-2022年复合增速达24%。截至2023年6月，公司细分产品包括丁辛醇及其他、新戊二醇、聚酯树脂，产能分别为32、6、10万吨。**2021年，公司投资建设年产30万吨多元醇及配套项目，截至2023年6月，已完成前置审批，将进一步加强公司竞争力。**
- **氢能源探索初显成效：**氢能源政策利好不断，公司在氢能源领域的多个方向进行探索：1)公司利用产氢优势自建加氢站；2)依托子公司研发氢燃料电池电堆、氢燃料电池发动机（集成）和氢燃料电池产业测试设备；3)联营企业进行氢燃料电池催化剂研发。**公司不断推进产品示范运行，已交付公交车和重卡投入运营。**
- **盈利预测与估值：**我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为7.4、8.0、10.3亿元，同比增速分别为-16%、9%、28%，按2023年9月27日收盘价计算，对应PE为9.3、8.5、6.7倍。考虑到公司煤化工业务稳健，多元醇新产能建设稳步进行，氢能源业务持续发展，我们看好公司发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动；产品价格波动；项目投产不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.04
一年最低/最高价	6.89/9.35
市净率(倍)	1.32
流通 A 股市值(百万元)	6,603.51
总市值(百万元)	6,704.65

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.32
资产负债率(% ,LF)	35.22
总股本(百万股)	952.36
流通 A 股(百万股)	938.00

相关研究

内容目录

1. 华昌化工：深耕化工领域五十余载，业绩迎来突破	5
1.1. 产品矩阵丰富，“金”字商标驰名远扬	5
1.2. 主营业务稳定，盈利能力向好	7
2. 化肥业务：市场广阔，公司盈利可观	9
2.1. 行业供给格局不断优化，景气有望维持	9
2.2. 依托煤气化和口岸禀赋，盈利能力稳定	11
3. 纯碱业务：短期承压，长期有望复苏	12
3.1. 供给承压较大，短期压制价格	12
3.2. 下游平板玻璃需求回暖，光伏玻璃和碳酸锂拓展空间	16
3.3. 联碱法生产工艺，成本优势显著	17
4. 多元醇项目高速成长，新投产项目未来可期	18
4.1. 丁辛醇价格周期性波动，我国产能总体稳定	18
4.2. 多元醇业绩亮眼，新增产能即将落地	21
5. 氢能源发展扎实，积极准备静待花开	22
5.1. 氢能源布局处示范运营阶段，政策利好不断	22
5.2. 布局氢能源六年，稳步发展	23
6. 盈利预测与投资建议	24
6.1. 关键假设与盈利预测	24
6.2. 相对估值	25
7. 风险提示	25

图表目录

图 1:	公司主要发展历程.....	5
图 2:	公司产业链.....	6
图 3:	华昌化工股权结构图（截至 2023 年 6 月）.....	7
图 4:	公司营业收入及其同比.....	7
图 5:	公司归母净利润.....	7
图 6:	公司销售毛利率和销售净利率水平.....	8
图 7:	公司 ROE 拆分.....	8
图 8:	公司各业务营业收入（%）.....	8
图 9:	公司各业务毛利率（%）.....	8
图 10:	尿素生产工艺.....	9
图 11:	国内尿素产量（万吨）.....	10
图 12:	国内尿素消费量（万吨）.....	10
图 13:	国内尿素生产开工率（%）.....	10
图 14:	国内尿素市场总库存（万吨）.....	10
图 15:	肥料业务收入及其同比.....	11
图 16:	肥料业务毛利及毛利率.....	11
图 17:	国内烟煤(优混)现货价（元/吨）.....	11
图 18:	华昌化工尿素价格价差跟踪（元/吨）.....	11
图 19:	中国纯碱价格复盘（元/吨）.....	13
图 20:	中国纯碱产能及占比.....	14
图 21:	中国纯碱产量、进口量、出口量以及表观消费量（万吨）.....	14
图 22:	中国房屋施工面积、新开工面积、竣工面积累计同比.....	16
图 23:	中国光伏电池产量当月值.....	17
图 24:	中国碳酸锂年产量及其增长率.....	17
图 25:	纯碱业务收入及其同比.....	17
图 26:	纯碱业务毛利及毛利率.....	17
图 27:	正丁醇下游应用（截至 2022 年 12 月）.....	18
图 28:	辛醇下游应用（截至 2022 年 12 月）.....	18
图 29:	中国丁醇进出口金额情况.....	18
图 30:	中国丁醇进出口数量情况.....	18
图 31:	国内正丁醇价格走势.....	19
图 32:	国内辛醇价格走势.....	19
图 33:	2017-2022 年中国丁醇产能及产量.....	19
图 34:	2017-2022 年中国辛醇产能及产量.....	19
图 35:	中国正丁醇行业市场竞争格局（按产能）（万吨，截至 2023 年 8 月）.....	20
图 36:	中国辛醇行业市场竞争格局（按产能）（万吨，截至 2023 年 8 月）.....	20
图 37:	公司多元醇业务的营收及同比.....	21
图 38:	公司多元醇业务的毛利及毛利率.....	21
图 39:	华昌化工氢能源发展路径.....	23

表 1: 公司主要产品产能 (截至 2023 年 6 月)	6
表 2: 纯碱生产工艺对比.....	12
表 3: 我国纯碱行业产能集中度 (截至 2023 年 8 月)	14
表 4: 纯碱行业相关政策.....	15
表 5: 氢能源产业政策.....	22
表 6: 公司盈利预测拆分.....	24
表 7: 可比上市公司相对估值 (参考 2023 年 9 月 27 日收盘价)	25

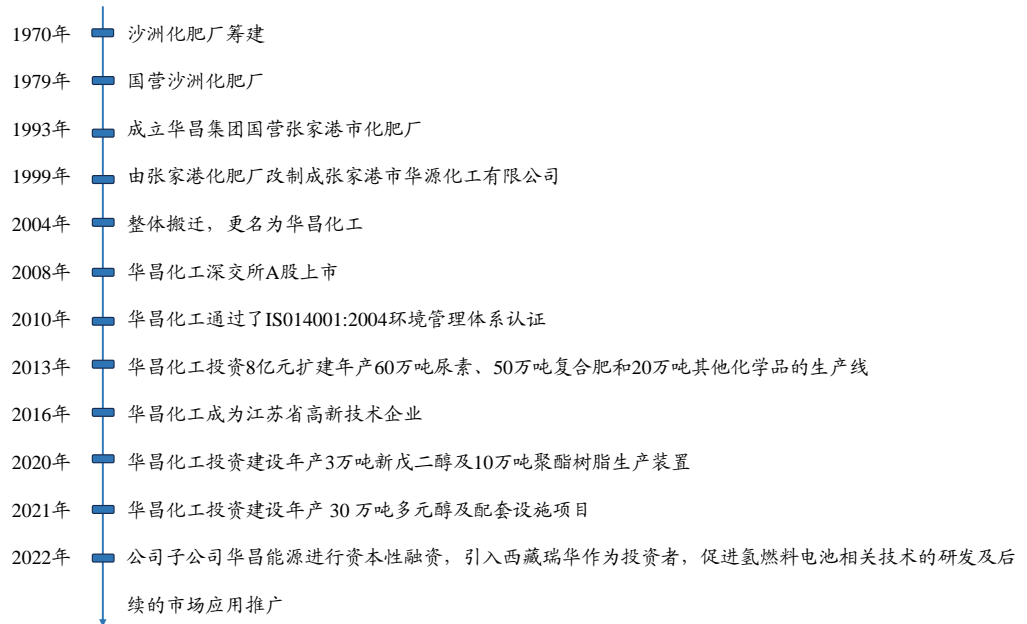
1. 华昌化工：深耕化工领域五十余载，业绩迎来突破

1.1. 产品矩阵丰富，“金”字商标驰名远扬

公司是以化工为主业的中国化工百强企业，也是江苏大型肥料制造商。江苏华昌化工股份有限公司成立于1970年，是江苏华昌（集团）有限公司的核心企业，坐落在长江三角洲的江苏省张家港市，地处沿海和长江两大经济开发带交汇之处。公司历经五十余年发展形成了煤化工、盐化工、石油化工等多产品产业格局。公司商标“金字”为省著名商标，“金”为苏州知名商标。“金字及图”为肥料、化学肥料商品上的驰名商标。2022Q4，公司中标2022/2023年度国家化肥商业储备的承储标的，承储任务完成后可按《国家化肥商业储备管理办法》（发改经贸规〔2022〕1320号）规定申请贴息补助，相应减轻淡季期间营业成本。

公司规模不断扩大，生产能力不断提高。2007年，华昌化工投资3亿元建设了年产30万吨尿素、20万吨复合肥的生产线。2013年，公司再次投资8亿元扩建生产线，尿素、复合、其他化学品年产能达到60万吨、50万吨、20万吨。2020年4月，公司投资建设年产3万吨新戊二醇及10万吨聚酯树脂生产装置。2021年4月，公司投资建设年产30万吨多元醇及配套设施项目，截至2023年7月，已完成项目能评、环评、安评等前置审批，产品品类将进一步丰富。

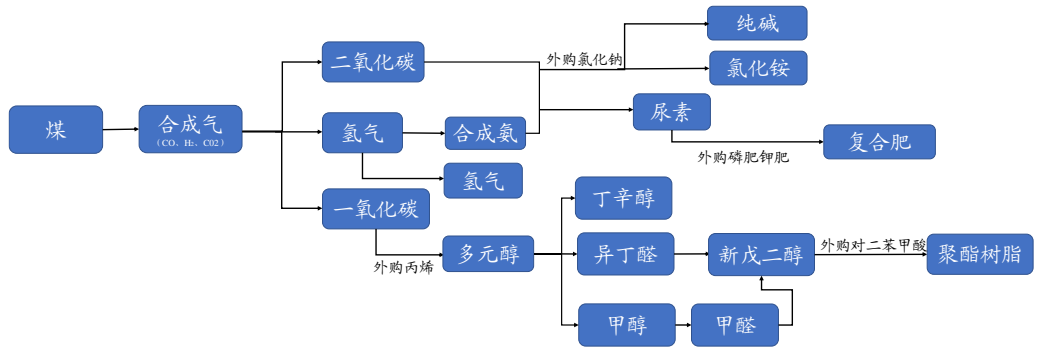
图1：公司主要发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司设计产能充足，产能利用率高。公司以煤气化为产业链源头，主要生产纯碱、尿素、氯化铵、复合肥、精甲醇和多元醇。截至 2023 年 H1，纯碱/尿素/氯化铵/复合肥/丁辛醇及其他/新戊二醇/聚酯树脂设计产能达 70/40/77/160/32/6/10 万吨。

图2: 公司产业链



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

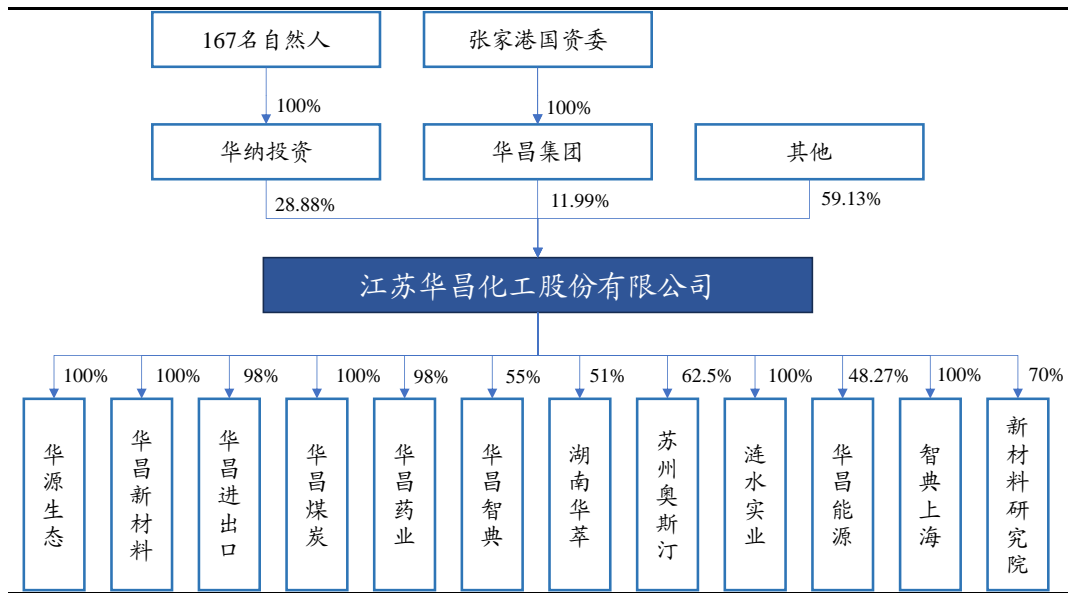
表1: 公司主要产品产能（截至 2023 年 6 月）

主要产品	设计产能（万吨）	新建产能（万吨）	
化肥	尿素	40	-
	氯化铵	77	-
	复合肥	160	-
纯碱	70	-	
多元醇	丁辛醇及其他	32	30
	新戊二醇	6	-
	聚酯树脂	10	-
其他	15	-	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司控股股东为苏州华纳投资，华昌集团为公司第二大股东。截至 2023 年 6 月，华纳投资持有公司 28.88% 的股份；华昌集团持有公司 11.99% 的股份，为国有独资，在 1999 年公司改制设立时就是公司的第二大股东，持股未有变动。公司还有员工持股计划，截至 2023 年 6 月，约占公司总股本的 1%。公司控股多家子公司，其中华源生态经营复合肥的生产与销售、华昌煤炭经营煤炭贸易、华昌医药经营原料药的生产与销售等。

图3: 华昌化工股权结构图 (截至 2023 年 6 月)

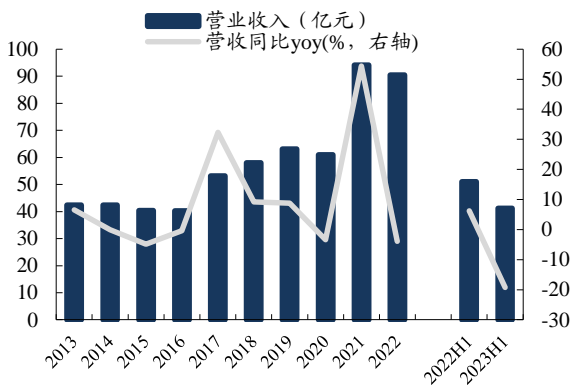


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.2. 主营业务稳定, 盈利能力向好

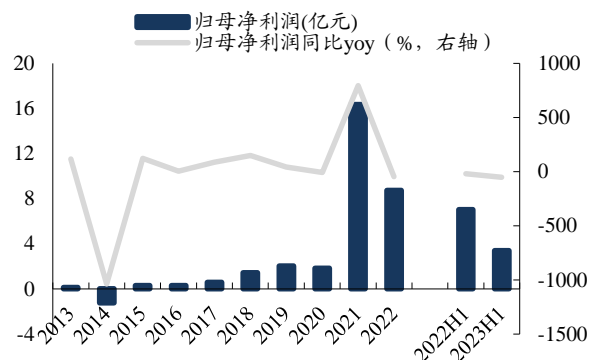
盈利水平提高, 产品下游需求旺盛。 营业收入方面, 2017 年, 化工品销售价格上涨, 公司营收增长 32% 达 53.2 亿元; 2021 年, 受下游光伏玻璃产能扩张, 增塑剂行业需求旺盛等影响, 纯碱和多元醇的市场价格曾一度暴涨, 这直接带动了公司多元醇和纯碱业务的业绩增长。2021 年公司实现总营收 94 亿元, 同比增长 54%。2022 年, 多元醇和纯碱的市场价格有所回落, 公司实现营收 90 亿元。由于公司主营产品为化肥、纯碱和多元醇, 均为大宗商品, 行业波动明显, 2023H1 实现营收 41 亿元, 同比下降 19%。**归母净利润方面,** 2015-2020 年, 公司归母净利润年复合增长率 44%。2021 年, 受多元醇和纯碱价格上升的带动, 公司归母净利润同比增长 794% 至 16 亿元。2022 年, 公司实现归母净利润 8.7 亿元。2023 年 H1 实现归母净利润 3.4 亿元, 同比下降 52%。

图4: 公司营业收入及其同比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

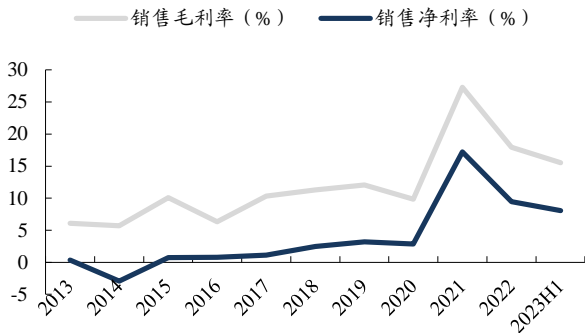
图5: 公司归母净利润



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

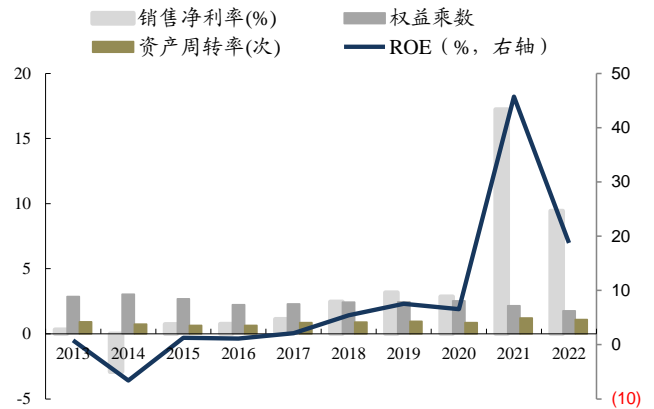
销售净利率上升&资产周转水平提高，带动公司 ROE 水平大幅提升。销售净利率方面，公司净利率自 2015 年开始稳步提升，2021 年大幅增长至 17.4%，2022 年回落到 9.4%，但仍远高于从前水平，主要因为纯碱和多元醇价格在 2021 年暴涨后有所回调，但依旧在高位运行。**资产周转情况方面**，2014 年以前，公司投入大量资金，用于扩大产能和购买设备，因此负债水平较高；2015 年-2021 年，公司负债水平保持稳定；2020 年之后，公司资产周转能力提高，与高销售净利率一起拉动公司 ROE 水平快速上升。

图6: 公司销售毛利率和销售净利率水平



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图7: 公司 ROE 拆分

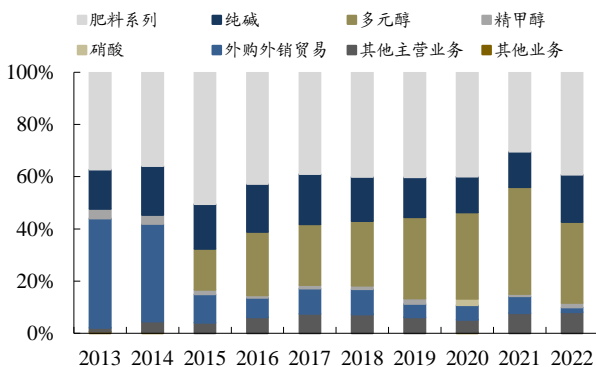


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司的收入主要来自于三大业务：化肥、多元醇和纯碱，在 2022 年的营收占比分别为 39%、31%和 18%。其中化肥业务除 2021 年以外，均是贡献给公司营收最多的业务。多元醇营收占比仅在 2021 年超过化肥，主要原因是多元醇市场价格的高涨。

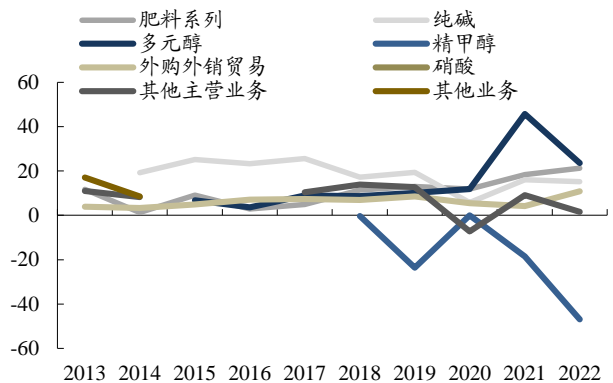
2022 年，公司肥料、多元醇、纯碱业务的毛利率分别 21%、24%和 15%。华昌化工精甲醇毛利率始终为负，主要原因是中国精甲醇市场份额分散、竞争激烈。但精甲醇业务占公司总营收比例较小，不足 1%，对公司业绩影响较小。

图8: 公司各业务营业收入 (%)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图9: 公司各业务毛利率 (%)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

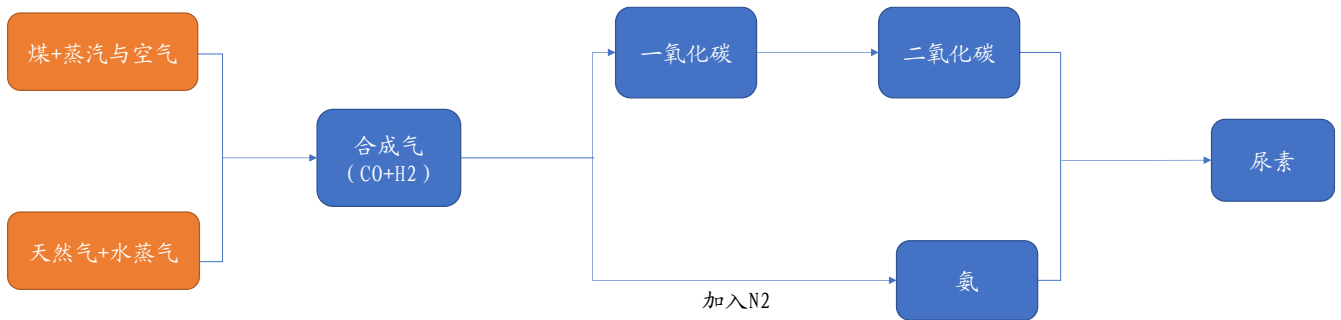
2. 化肥业务：市场广阔，公司盈利可观

2.1. 行业供给格局不断优化，景气有望维持

尿素生产以天然气或煤炭为原料制备合成气($\text{CO}+\text{H}_2$),其中氢气与空气中的氮气合成氨,将一氧化碳氧化为二氧化碳,与氨气反应生成尿素溶液,最后干燥颗粒。

尿素生产工艺可以分为气头和煤头,我国以煤头为主。气头尿素成本主要由天然气和电力组成;煤头尿素生产成本主要由原料煤、燃料煤和电力组成。由于我国“富煤、贫油、少气”的能源状况,天然气储量有限,供应长期存在缺口;且我国天然气实行价格双轨制,工业用气价格过高,调整频率相对滞后,对国际能源价格波动也缺乏敏感性,从而导致气头尿素缺乏市场竞争,我国尿素生产以煤头生产为主。

图10: 尿素生产工艺



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

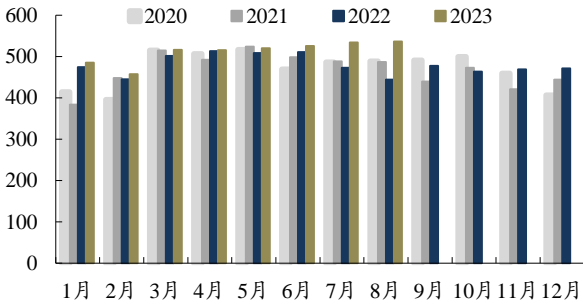
尿素行业供给格局优化，稳定企业生产要素供应。2021年，工信部《“十四五”工业绿色发展规划》提出，严控尿素新增产能，新建项目应实施产能等量或减量置换，强化环保、能耗、水耗等要素约束，依法依规推动落后产能退出。未来一段时间内，尿素新增产能受限，优化化肥行业供给格局。2023年2月，国家发展改革委等14部门印发《关于做好2023年春耕化肥保供稳价工作的通知》(发改经贸〔2023〕149号)部署中央一号文件提出的“保供加强化肥等农资生产、储运调控工作”，明确继续执行化肥出口检验制度，稳定企业生产要素供应。

供给端：开工高位运行，产量增长。2023年以来，国内企业停车减量与新增复产同时存在，产能波动，截至2023年8月，国内产能为6971万吨，同比减少5.8%。但尿素开工维持在高位运行，产量增长，2023年1—8月平均开工率为80.4%，同比增长9.5pct；2023年1—8月累计产量为4090万吨，同比增加6%。

需求端：种植需求支撑化肥回升。短期看，秋季备肥驱动尿素的需求增长，叠加保障粮食安全大背景下，国内化肥储备保供力度加大，预计农用需求有望稳健增长；长期

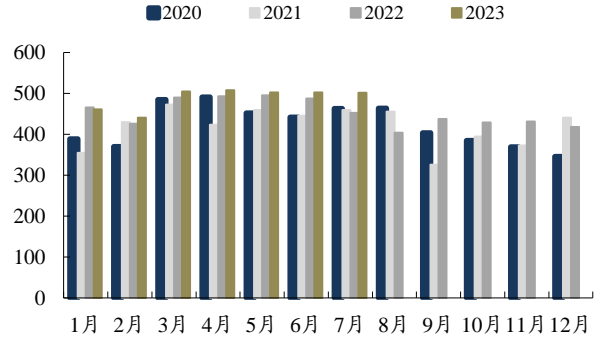
看，全球农作物价格持续上涨，种植产业链景气度明显回暖，农民种植意愿上升，推动化肥行业景气度回升。

图11: 国内尿素产量(万吨)



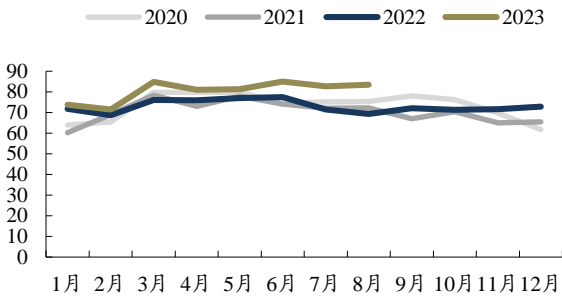
数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

图12: 国内尿素消费量(万吨)



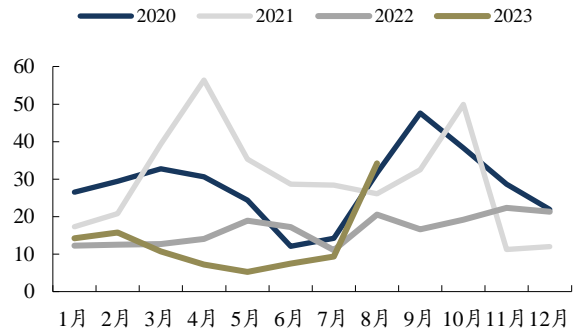
数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

图13: 国内尿素生产开工率(%)



数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

图14: 国内尿素市场总库存(万吨)

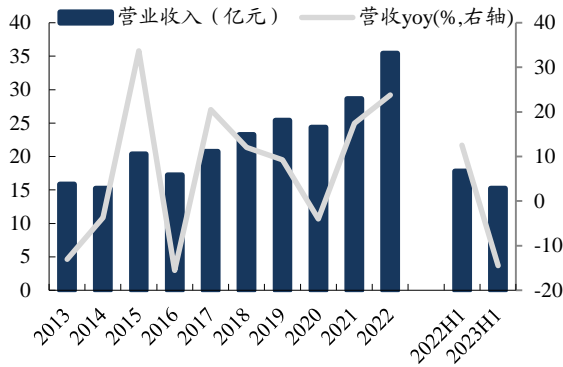


数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

2.2. 依托煤气化和口岸禀赋，盈利能力稳定

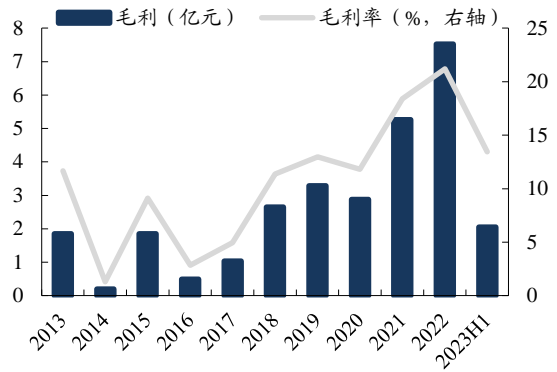
2013—2022 年肥料收入年复合增速为 9.4%，毛利率近年稳步上升。华昌化工以煤气化为基础生产复合肥料和氮肥，肥料业务收入稳定上升，从 2013 年的 15.8 亿元增加到 2022 年的 35.4 亿元，年复合增速 9.4%。毛利率虽然出现波动，但整体上保持在较高水平，且近年来毛利率一直在稳步提升，在领域内拥有竞争优势。

图15：肥料业务收入及其同比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图16：肥料业务毛利及毛利率

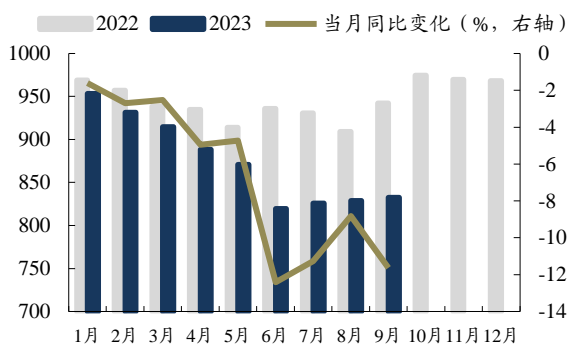


数据来源：Wind，东吴证券研究所

能效领跑铸就成本优势，煤制尿素价差逐步修复。公司采用先进水煤浆加压气化技术，原料为成本较小的烟煤，从产业链源头进行原料结构调整。2022 年，公司被评为以烟煤（包括褐煤）为原料的合成氨行业“能效领跑者”企业（第二名）。截至 2023 年 9 月，国内烟煤价格持续下滑，原料端压力大幅减轻，公司尿素产品价差不断修复。

地理位置优越，拥有口岸优势。公司处长三角地区，交通方便，紧靠长江，建有自备内河码头连接京杭大运河和长江，运输成本低且方便快捷，苏浙沪地区农业发达，贴近目标市场，国内需求淡季产品出口时具有地理位置优势。

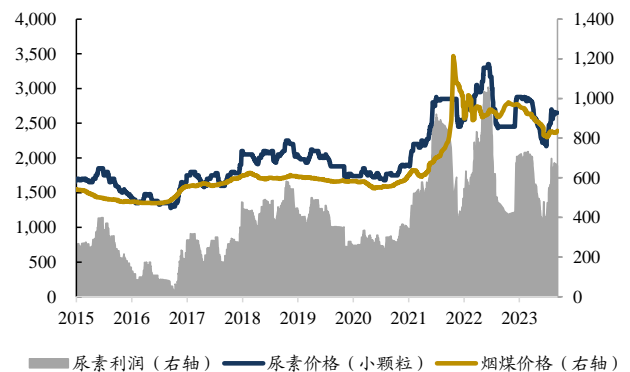
图17：国内烟煤(优混)现货价(元/吨)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：百分比为 2023 年数据较 2022 年同期数据的变动幅度

图18：华昌化工尿素价格价差跟踪(元/吨)



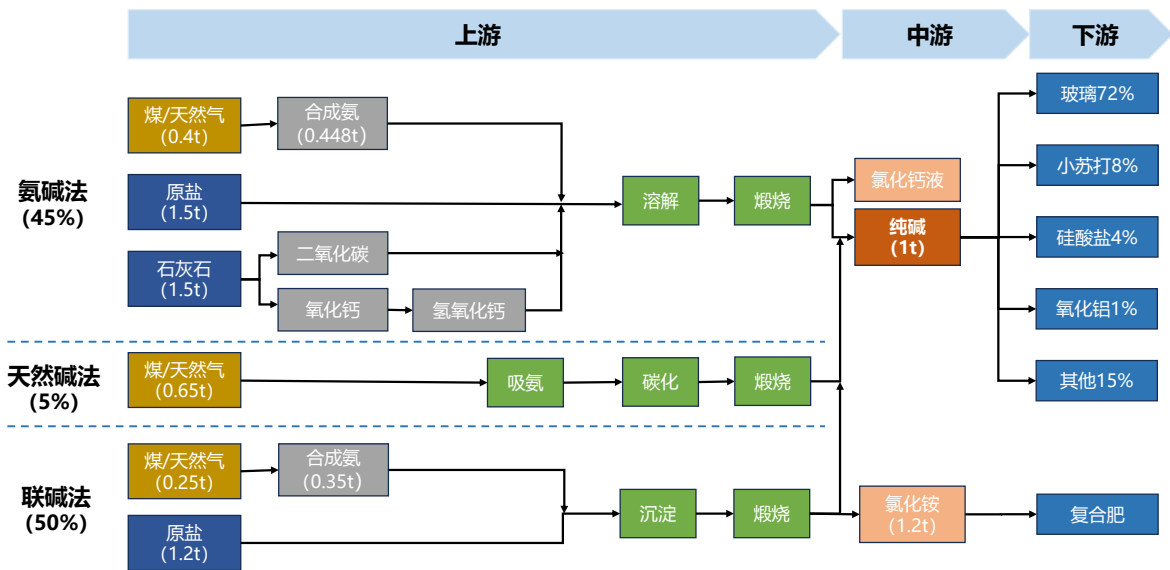
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 纯碱业务：短期承压，长期有望复苏

3.1. 供给承压较大，短期压制价格

纯碱作为重要的基础化工原料，工艺成熟。生产工艺主要分为天然碱法、氨碱法和联碱法，受限于天然碱矿的稀缺，我国天然碱法占比很低。氨碱法可能产生较多含有多种离子的废弃物和原盐的利用不高；而联碱法产生废物较少但合成氨利用效率低，且产生副产品氯化铵，整体盈利受到氯化铵价格影响。

图 15: 纯碱产业链情况



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

注：三种纯碱方法下方的百分比为 2022 年我国纯碱产能的工艺占比

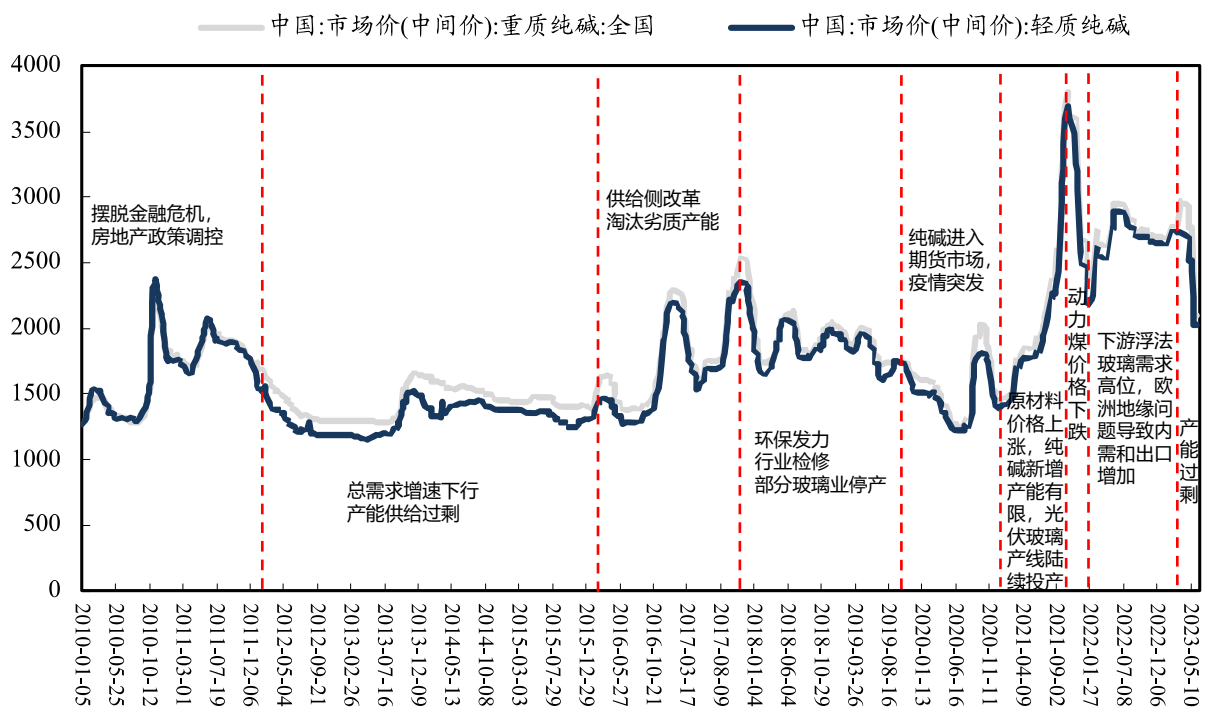
表2: 纯碱生产工艺对比

生产工艺	主要产品	优点	缺点	国内主要企业
氨碱法	纯碱	合成氨循环使用、利用效率高	可能产生较多含有多种离子的废弃物；原盐的利用效率低	三友化工、山东海化、青海昆仑、海天生物、青海发投碱业
联碱法	纯碱、氯化铵	产生的废弃物较少，环境友好；原盐使用效率较高；节约投资成本，提高经济效益	合成氨的利用效率低	华昌化工、双环科技、金山化工、连云港碱业
天然碱法	纯碱	工艺简单、成本低廉	受限于碱矿资源分布不均	远兴能源、河南中源

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

纯碱价格复盘：产能过剩的悲观预期压制价格。2010-2011年，中国经济摆脱金融危机，纯碱需求增长；随后房地产政策调控，纯碱下游需求转弱。2012-2015年，全球经济放缓，总需求增速下行，产能供给过剩，纯碱价格保持低位。2016-2017年，我国推行供给侧改革，逐渐出清劣质产能，纯碱价格上涨。2018-2019年，环保措施和行业检修导致我国纯碱价格波动。2020年，疫情导致市场成交低迷和库存积压，纯碱价格波动明显。2021年，大宗原材料价格上涨，纯碱新增产能有限，下游光伏玻璃产线陆续投产，纯碱供需面改善；年底动力煤价格大幅下跌，纯碱成本端无法支撑。且光伏企业盈利能力不及预期，推迟产线建设，纯碱价格下降。2022年，下游浮法玻璃需求高位，欧洲地缘问题导致内需和出口增加，纯碱价格居高不下。2023年，远兴能源一期500万吨年产能的逐步投产，纯碱供应端压力将逐步显现，产能过剩的悲观预期持续压制纯碱价格。

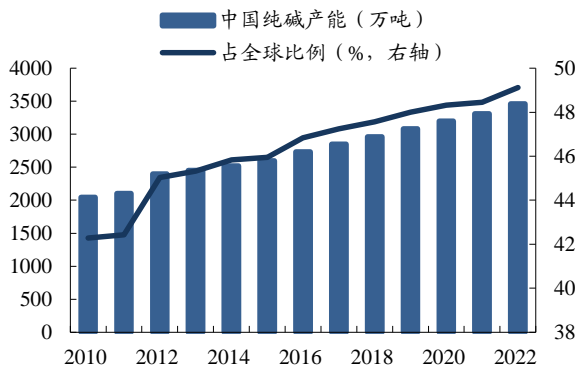
图19：中国纯碱价格复盘（元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

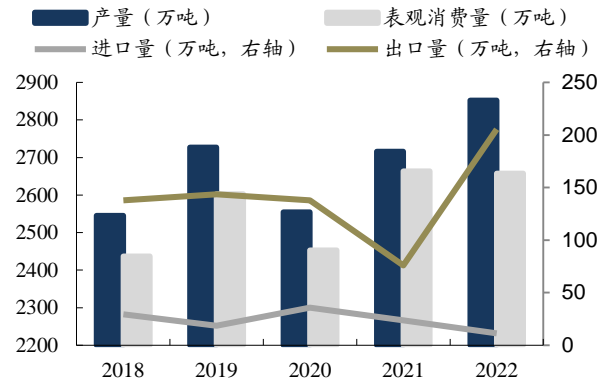
国内纯碱供给充足，竞争或将加剧。2022年度，我国纯碱产能为3460.0万吨，同比增长4.6%，占全球产能的49.1%；国内纯碱产量为2920.2万吨，同比增长0.3%；进口量11.4万吨，出口量205.9万吨。截至2023年8月，我国纯碱生产企业CR10仅52%，产能较分散。展望2023年，远兴能源预计以天然碱法工艺新增500万吨，行业产能大幅提升，集中度进一步提高，进一步加剧竞争，供给端承压较大。

图20: 中国纯碱产能及占比



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图21: 中国纯碱产量、进口量、出口量以及表观消费量 (万吨)



数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

表3: 我国纯碱行业产能集中度 (截至 2023 年 8 月)

厂商	有效产能 (万吨)	行业占比
河南金山	390	10.67%
山东海化	300	8.21%
三友化工	230	6.29%
博源银根化工	150	4.10%
青海昆仑	150	4.10%
山东海天	150	4.10%
中源化学	140	3.83%
青海发投	140	3.83%
连云港碱业	130	3.56%
四川和邦	120	3.28%
青海盐湖	120	3.28%
湖北双环	110	3.01%
实联化工	110	3.01%
青海五彩	110	3.01%
中盐昆山	85	2.33%
昊华骏化	80	2.19%
天津渤化	80	2.19%
重庆湘渝盐化	80	2.19%
江苏华昌	70	1.92%
合计	2745	75.10%

数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

我国纯碱行业推进落后产能出清，截至 2023 年 8 月只有天然碱项目具备大幅扩产条件。2010 年，工信部颁布《纯碱行业准入条件》，规定纯碱行业准入规模和能耗要求。该文件虽已于 2020 年废除，但截至 2023 年 8 月，新增产能项目需经发改委严格审批。2019 年，发改委颁布《产业结构调整指导目录(2019 年本)》，除天然碱项目外，均被划为限制类产业。2022 年，《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南(2022 年版)》指出，到 2025 年，纯碱领域能效标杆水平以上产能比例达到 50%，基准水平以下产能基本清零。

表4: 纯碱行业相关政策

序号	发布时间	政策名称	发布部门	主要内容
1	2010 年	《纯碱行业准入条件》	工信部	1) 中、东部地区，西南地区不再审批新建、扩建氨碱项目。2) 西北地区不再审批新建、扩建联碱项目。3) 新建、扩建纯碱项目应符合下列规模要求: 氨碱厂设计能力不得小于 120 万吨/年，其中重质纯碱设计能力不得小于 80%。联碱厂设计能力不得小于 60 万吨/年，其中重质纯碱设计能力不得小于 60%，必须全部生产干氯化铵。天然碱厂设计能力不得小于 40 万吨/年，其中重质纯碱设计能力不得小于 80%。
2	2018 年	《石化和化学工业发展规划(2016-2020 年)》	发改委	提出了传统化工提质增效工程、农用化学品优化升级工程和绿色发展工程三大工程，明确提出了氯碱、电石、染料、涂料、化肥、农药等重点子行业结构调整方向。
3	2019 年	《产业结构调整指导目录(2019 年本)》	发改委	限制新建纯碱(井下循环制碱、天然碱除外)、烧碱(废盐综合利用的离子膜烧碱装置除外)。
4	2022 年	《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南(2022 年版)》	发改委、工信部等	加大热法联碱工艺、湿分解小苏打工艺、井下循环制碱工艺、氯化铵干燥气循环技术、重碱二次分离技术等推广应用。到 2025 年，纯碱领域能效标杆水平以上产能比例达到 50%，基准水平以下产能基本清零。

数据来源: 政府官网, 东吴证券研究所

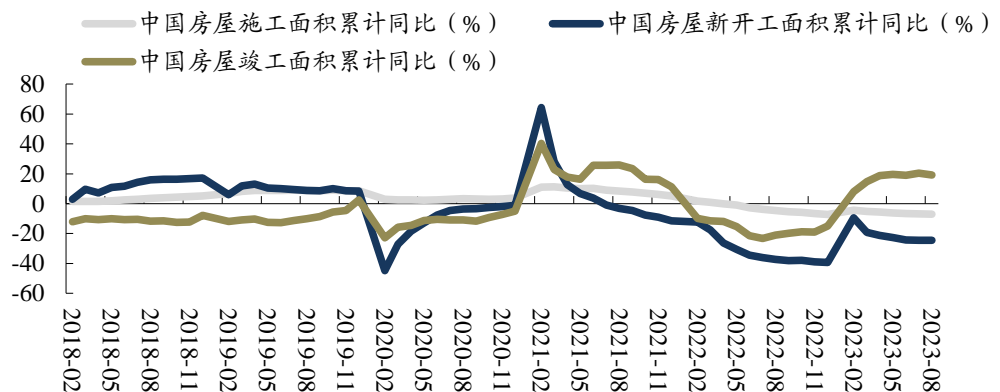
注: 2010 年颁布的《纯碱行业准入条件》已于 2020 年废除

3.2. 下游平板玻璃需求回暖，光伏玻璃和碳酸锂拓展空间

纯碱作为重要的基础化工原料，主要分为轻质纯碱（简称轻碱）和重质纯碱（简称重碱），玻璃是纯碱最重要的应用领域，主要应用于建筑领域。

平板玻璃需求提升支撑纯碱价格。1)竣工端有望提振短期需求。截至2023年8月，中国房屋竣工面积累计同比增加19.2%，房地产回暖，越来越多的房屋被建造完成，需要进行装修和装饰，其中玻璃是常见的建筑材料之一。2)施工端回暖支撑长期需求。**投资端**，房地产开发投资和房地产开发企业到位资金降幅均有所收窄。根据国家统计局数据，2023年1-8月，全国房地产开发投资76900亿元，同比下降8.8%，较2022年全年10.0%的降幅明显收窄；2023年1-8月，房地产开发企业到位资金87116亿元，同比下降12.9%，较2022年全年25.9%的降幅大幅收窄。**销售端**，商品房销售面积和销售额降幅收窄。2023年1-8月，商品房销售面积73949万平方米，同比下降7.1%，较2022年全年24.3%的降幅明显收窄；商品房销售额78158亿元，下降3.2%，较2022年全年26.7%的降幅明显收窄。伴随央行、金融监管总局等部门先后推出“认房不认贷”、首套房存量贷款利率下调、差别化住房信贷等政策，我们预计我国房地产市场改善可期，提振纯碱的长期需求。

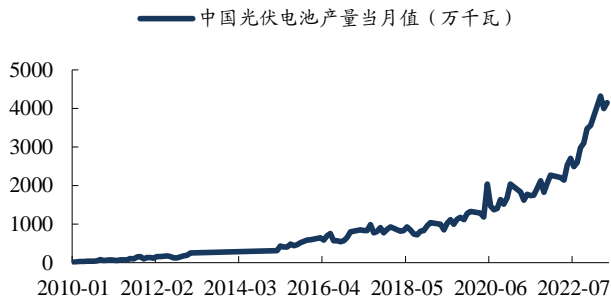
图22：中国房屋施工面积、新开工面积、竣工面积累计同比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

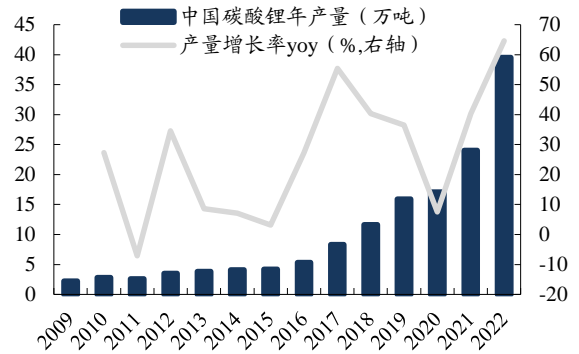
光伏玻璃和碳酸锂成为新的需求增量。在全球双碳政策背景下，光伏行业和新能源汽车行业不断发展，光伏玻璃及碳酸锂产能增加成为纯碱下游需求的增长点，支撑产品价格。**光伏玻璃需求端**，根据国际可再生能源署（IRENA）数据，全球光伏累积装机容量由2015年的223GW迅速增长至2021年的843GW。在新增光伏装机量方面，中国光伏协会预计未来全球光伏新增装机量将继续保持高速增长，到2025年，全球光伏新增装机量有望达到330GW。**碳酸锂产能需求端**，每生产1吨电池级碳酸锂平均需要消耗2吨纯碱。根据GGII的数据显示，2021年中国锂电池出货量为327GWh，同比增长130%；2025年中国锂电池市场出货量将超1450GWh，21-25年复合增长率超过43%。作为新能源汽车的重要组成部分，锂电池保持良好的发展势头，碳酸锂需求迎来增长，带动纯碱需求增加。

图23: 中国光伏电池产量当月值



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图24: 中国碳酸锂年产量及其增长率



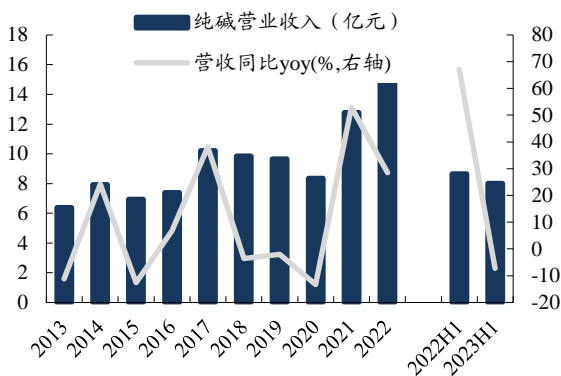
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.3. 联碱法生产工艺, 成本优势显著

华昌化工采用联碱法生产纯碱, 具有成本与区域规模优势。公司采用联碱法, 使用自产合成氨、二氧化碳, 外购氯化钠, 对于原盐的需求量相对较少而对于合成氨的需求量相对较大, 具有原料成本优势。公司可以提供的产品包括轻质一般工业用碳酸钠、重质一般工业用碳酸钠、低盐重质特种工业用碳酸钠。自“十二五”以来, 公司合成氨和纯碱装置连续多年保持行业“能效领跑者”地位, 能耗较低。在江浙沪的区域市场上, 公司纯碱的生产规模则都处于规模领先的地位。公司的生产规模使得公司在区域内具有较强的竞争优势。

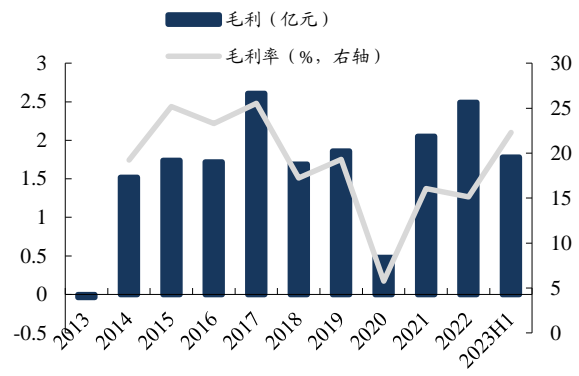
公司纯碱盈利受到纯碱价格影响较大。纯碱属于大宗化学品, 产品同质性强, 公司业务盈利状况受纯碱价格影响较大。2012 和 2013 年毛利不可观主要系公司所处的纯碱行业持续低迷, 纯碱行业竞争激烈, 产品价格下滑, 纯碱产品经营业绩大幅下滑。2020 年毛利较大幅度下降主要系受疫情影响纯碱价格大幅下跌, 年均销售价格下滑约 266 元/吨(不含税)。2021 和 2022 年盈利逐渐回升, 2022 年实现营收 16.42 亿元, 同比+28%。

图25: 纯碱业务收入及其同比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 纯碱业务毛利及毛利率

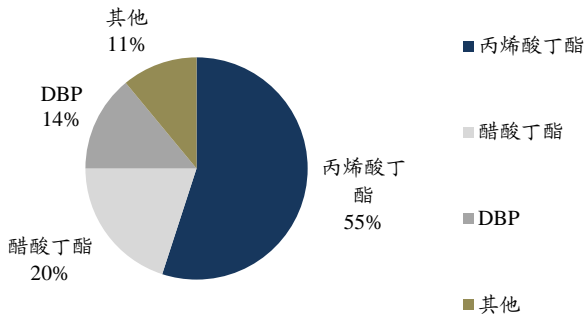


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 多元醇项目高速成长，新投产项目未来可期

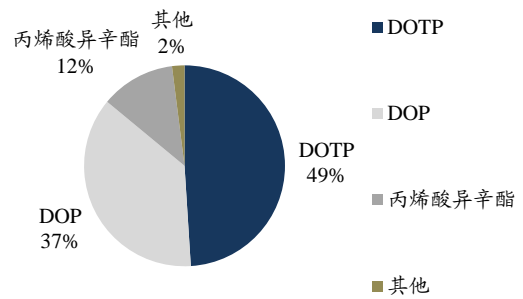
丁辛醇是合成精细化工产品的重要原料，应用广泛。正丁醇下游丙烯酸酯和醋酸丁酯终端多为涂料、粘合剂等地产相关行业；辛醇下游主要是 DOP 和 DOTP 等增塑剂，终端多涉及线缆、皮革、鞋材等居民直接消费行业。

图27: 正丁醇下游应用 (截至 2022 年 12 月)



数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

图28: 辛醇下游应用 (截至 2022 年 12 月)

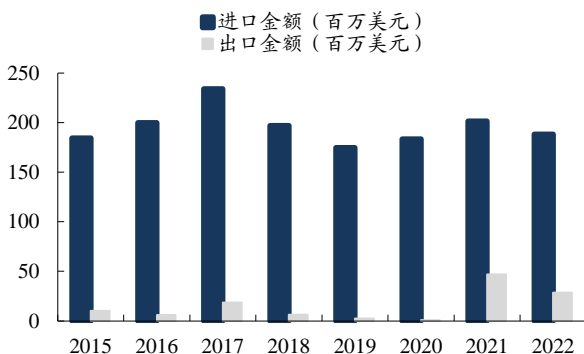


数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

4.1. 丁辛醇价格周期性波动，我国产能总体稳定

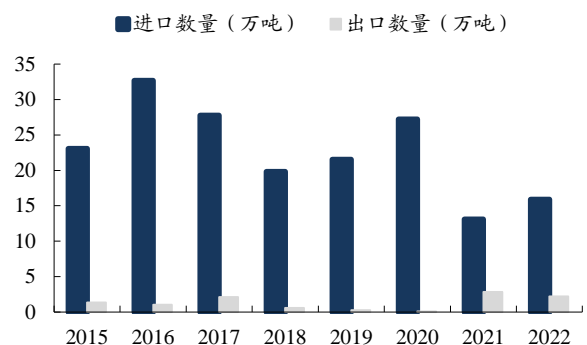
反倾销税提升本土竞争优势。应中国大陆正丁醇产业申请，中国商务部于 2017 年 12 月 29 日对正丁醇进口进行反倾销立案调查。2018 年 12 月 28 日，中国商务部公布对原产于中国台湾地区、马来西亚和美国的进口正丁醇反倾销调查的最终裁定，最终裁定原产于中国台湾地区、马来西亚和美国的进口正丁醇产品存在倾销，中国大陆正丁醇产业受到了实质损害，且倾销与实质损害之间存在因果关系。并决定自 2018 年 12 月 29 日起，对上述产品征收反倾销税，税率 6.0%~139.3%，征收期限为 5 年。这也在一定程度上提升了中国的本土丁醇企业的竞争优势。

图29: 中国丁醇进出口金额情况



数据来源: 中国海关总署, 东吴证券研究所

图30: 中国丁醇进出口数量情况

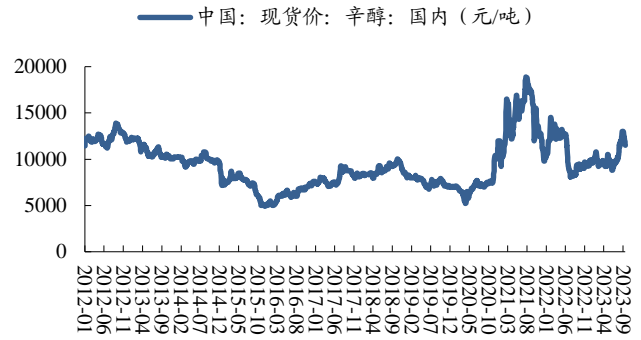
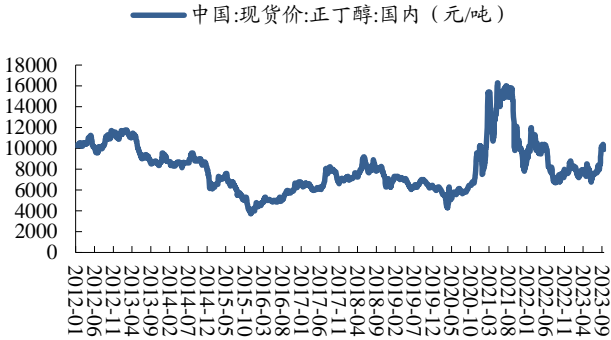


数据来源: 中国海关总署, 东吴证券研究所

丁辛醇价格波动明显，主要受下游地产、消费行业需求影响。2021年，丁辛醇价格快速上涨，主要受天气、设备故障、后疫情时期辛醇下游产品 DOTP 手套需求旺盛、原油价格上涨的影响。2022年，受下游地产链疲软影响，丁辛醇价格有所回落。2023年5月，由于部分企业意外停车检修，且库存处于低位，丁辛醇价格得以抬升。

图31: 国内正丁醇价格走势

图32: 国内辛醇价格走势



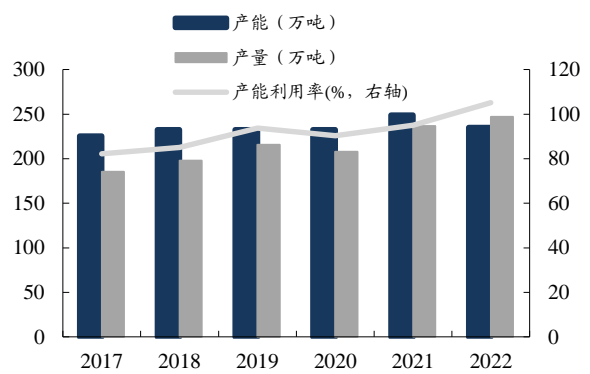
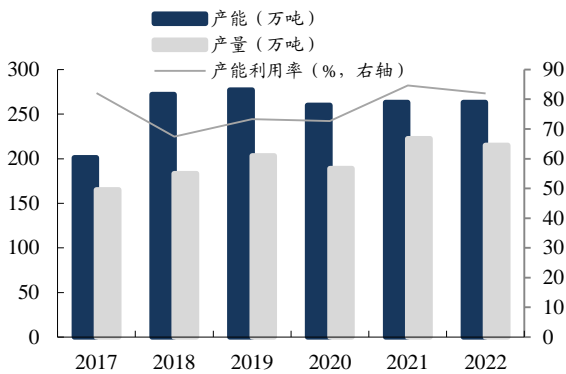
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

中国丁辛醇产能总体比较稳定。2018年之后，丁醇产能保持在260-280万吨，辛醇产能保持在230-250万吨。中国丁辛醇产量和产能利用率呈缓慢上升趋势。丁醇产量从2018年的183万吨上升到2022年的215万吨，辛醇产量从2018年的198万吨上升到2022年的247万吨。

图33: 2017-2022年中国丁醇产能及产量

图34: 2017-2022年中国辛醇产能及产量

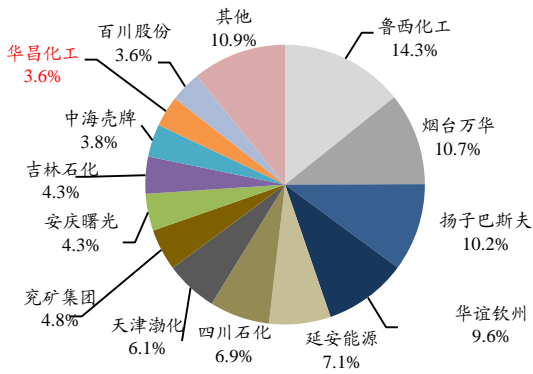


数据来源: 华经情报, 东吴证券研究所

数据来源: 华经情报, 东吴证券研究所

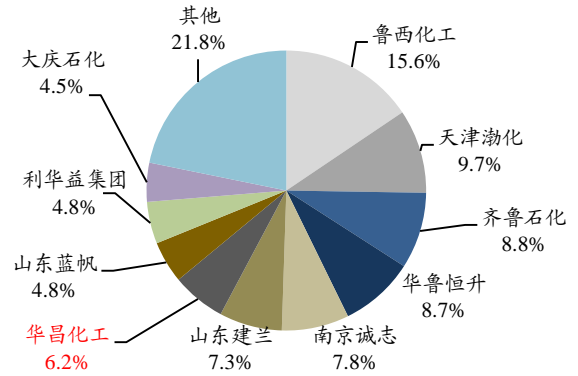
丁辛醇的行业竞争比较激烈。丁醇和辛醇可以在同一套装置中用羟基合成的方法生产，产能可相互转换，因此丁醇和辛醇市场格局相似，头部的公司产能均相差不大。截至2023年8月，正丁醇行业产能280.6万吨，CR4约45%。华昌化工产能10万吨，产能占比4%；辛醇2022年产能289万吨，CR4约43%。华昌化工产能18万吨，产能占比6%。

图35: 中国正丁醇行业市场竞争格局(按产能)(万吨, 截至2023年8月)



数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

图36: 中国辛醇行业市场竞争格局(按产能)(万吨, 截至2023年8月)



数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

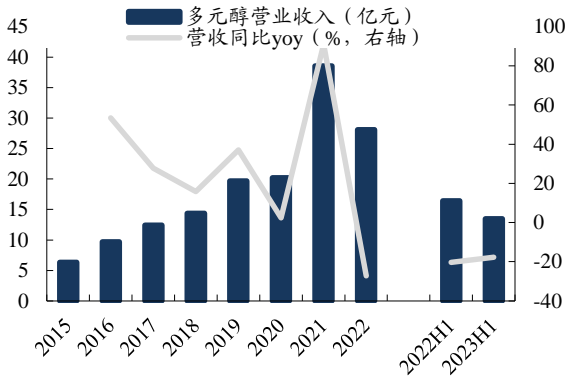
4.2. 多元醇业绩亮眼，新增产能即将落地

截至 2023 年 8 月，公司多元醇产能 48.24 万吨，其中丁醇、辛醇及其他 32.24 万吨。由于丁醇和辛醇可以同一套装置中用羟基合成方法进行生产，所以被统称为丁辛醇。

多元醇也属于周期性较强的产品，公司抗周期风险能力较强，原因在于其**成本优势**和**区位优势**。多元醇的生产需要使用石化产品，原材料价格波动会直接影响多元醇的生产成本和价格。公司 2015 年设立多元醇业务，业绩整体上升，2015-2022 年收入复合增速达 24%，毛利率整体提升。**1) 成本优势：**多元醇主要原料为合成气和丙烯，其中合成气由公司煤气化装置提供，充分发挥一体化优势；另一原料丙烯主要来自扬子江石化（PDH 装置），扬子江石化离公司厂区仅 7 公里左右，运输费用低。**2) 区位优势：**公司位于长三角，丁辛醇产能少，而下游需求较强，支撑公司盈利水平。

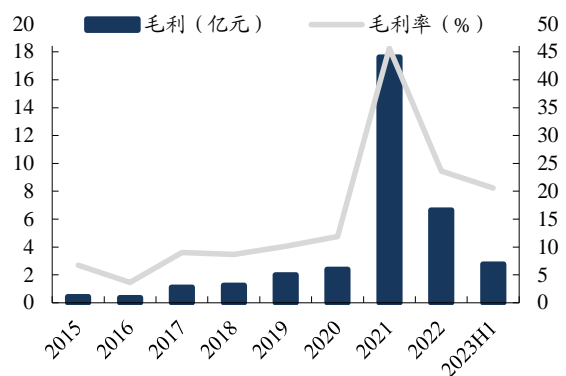
多元醇新产能带来新成长。**1) 投资建设年产 3 万吨新戊二醇及 10 万吨聚酯树脂项目。**该项目拟采用缩合加氢生产新戊二醇，以新戊二醇为主要原料通过酯化、缩聚生产聚酯树脂。截至 2023H1，新戊二醇已实现稳产、达产，聚酯树脂正在进行试生产。**项目建成后，预计年销售收入 8.6 亿元，年营业利润 1.7 亿元。****2) 布局 30 万吨多元醇及配套设施项目。**2021 年 6 月，项目通过政府部门会办审批。截至 2023H1，项目进度为 17%。项目建成后，预计年销售收入为 23.3 亿元，年营业利润 2.3 亿元。

图37: 公司多元醇业务的营收及同比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图38: 公司多元醇业务的毛利及毛利率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

5. 氢能源发展扎实，积极准备静待花开

5.1. 氢能源布局处示范运营阶段，政策利好不断

在双碳背景下氢能源发展前景广阔，氢能源政策利好不断。2021年，全国人大在《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》中指出“在氢能与储能等前沿科技和产业变革领域，组织实施未来产业孵化与加速计划，谋划布局一批未来产业。”2022年，国家发展改革委、国家能源局联合印发《氢能产业发展中长期规划（2021-2035年）》，提出到2025年，使用氢能的燃料电池车辆保有量达到约5万辆、可再生能源制氢量达到10-20万吨/年的目标，并将在公交车和物流等领域普及氢燃料电池车。

表5：氢能源产业政策

时间	文件	主要内容
2018年2月	《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	规定电动汽车补贴退坡的同时，燃料电池汽车补贴标准不变
2019年3月	《政府工作报告》	要求推进充电、加氢等设施建设
2019年12月	《新能源汽车产业发展规划(2021-2035年)》(征求意见稿)	对新能源汽车范围进行界定：包括纯电动汽车、插电式混合动力（含增程式）汽车、燃料电池汽车，同时提出目标，新能源汽车新车销量占比达到25%左右
2020年9月	《关于开展燃料电池汽车示范应用的通知》	示范期暂定为四年，示范期间，五部门将采取“以奖代补”方式，对入围示范的城市群按照其目标完成情况给予奖励。奖励资金由地方和企业统筹用于燃料电池汽车关键核心技术产业化，人才引进及团队建设，以及新车型、新技术的示范应用等
2020年11月	《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》	该规划围绕“三纵三横”产业链，在燃料电池方面，重点是支持质子交换膜、催化剂、碳纸等核心材料以及与氢能相关核心技术攻关，在燃料电池的高性能、长寿命和低成本上下功夫
2021年10月	《2030年前碳达峰行动方案》	报告提到，要开展低成本可再生能源制氢、低成本二氧化碳捕集利用与封存等技术创新。加快氢能技术研发和示范应用，探索在工业、交通运输、建筑等领域规模化应用，建立健全氢制、储、输、用标准
2022年3月	《氢能产业发展中长期规划（2021-2035年）》	部署推动氢能产业高质量发展的重要举措。根据该规划，到2025年，我国氢燃料电池车辆保有量达到5万辆，部署建设一批加氢站，可再生能源制氢量达到10-20万吨/年

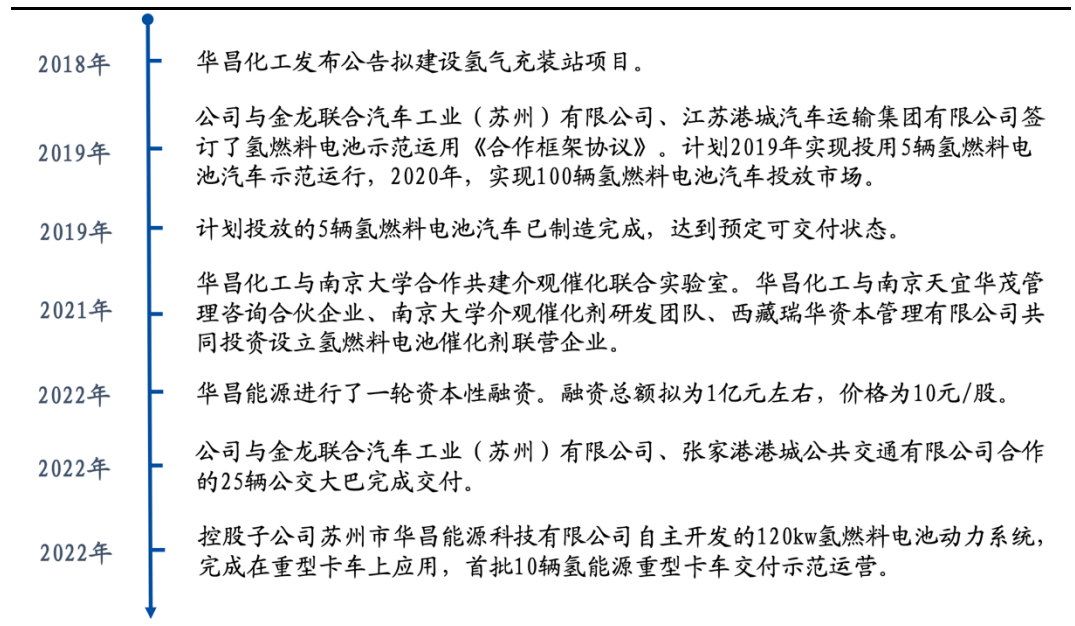
数据来源：政府公告，东吴证券研究所

5.2. 布局氢能源六年，稳步发展

煤气化制氢成本较低，提供原料保障。制氢工艺包括煤制氢、天然气裂解制氢、副产氢、电解水制氢等，煤制氢成本较低，根据清华大学张家港氢能先进锂电技术联合研究中心测算，煤制氢成本最低为 11 元/kg，天然气制氢和工业副产氢成本在 15~20 元/kg 之间，电解水制氢成本普遍在 30 元/kg 以上；且煤炭价格对煤制氢成本影响有限，在高煤价情景下，煤制氢依然是成本最低的制氢方式之一。华昌化工拥有成熟的煤气化生产工艺，能够提供高纯度氢气，为氢能源布局提供了原料准备。

公司在氢能源领域多方向进行探索，已进入氢能源应用场景示范推广阶段。公司自建加氢站项目规模为 500kg/d、35Mpa，生产规模（产能）为加工氢气能力 3*1607 公斤/天，旨在为氢燃料电池汽车充装氢气燃料。公司与电子科技大学合作，依托子公司—苏州市华昌能源科技有限公司，研发氢燃料电池电堆，不断迭代；开发氢燃料电池发动机（集成），已有三款发动机实现示范运行；百千瓦级燃料电池测试系统开发，已完成项目验收。公司联营企业江苏介观催化材料科技有限公司从事氢燃料电池催化剂研发。公司不断推进产品示范运行，2022 年与金龙联合汽车工业（苏州）有限公司、张家港港城公共交通有限公司合作，交付了 25 辆公交大巴，搭载公司生产的 HCEA70 型氢燃料电池发动机。公司积极推动氢燃料电池在重卡领域应用，相关前期工作进展符合公司预期，在 2022 年上半年交付 10 台辆（第一批）重卡汽车，并投入运营。

图39：华昌化工氢能源发展路径



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

6.1. 关键假设与盈利预测

- 纯碱：供给端**，国内纯碱供给充足，且预计行业内将有大量纯碱产能释放；**需求端**，平板玻璃需求回升，光伏玻璃和碳酸锂成为新的需求增量。公司采用联碱法生产工艺，具有一体化优势。同时，公司在江浙沪区域内具备一定区位优势，为周边城市供应产品，受北方新增纯碱产能影响较小。我们预计公司纯碱板块产量保持稳定，销售价格略有下滑。
- 多元醇**：公司在成本控制和区位方面具有显著优势，支撑公司盈利水平。2021年4月，公司审议通过投资建设年产30万吨多元醇及配套设施项目，项目稳定推进，我们预计2025年公司辛醇产能新增14万吨、正丁醛及异丁醛产能新增16万吨，将进一步扩大公司多元醇产品的生产规模。
- 肥料系列产品**：供给格局持续优化，种植需求处于高位，支撑化肥景气保持。公司依托煤气化生产尿素，煤制尿素价差逐渐恢复，且公司具备优异的成本控制能力，预计该板块盈利能力基本稳定。

我们预计公司2023-2025年的营业收入分别为93.5、93.2、112.8亿元，同比增速分别为3%、-0.4%、21%。2023-2025年归母净利润分别为7.4、8.0、10.3亿元，同比增速分别为-16%、9%、28%，EPS（摊薄）分别为0.77、0.84、1.08元/股。

表6：公司盈利预测拆分

业务分类	假设项	2021	2022	2023E	2024E	2025E
纯碱	营业收入（亿元）	12.8	16.4	13.6	13.3	13.4
	毛利率	16.0%	15.2%	12.2%	12.3%	12.7%
多元醇	营业收入（亿元）	38.6	28.1	29.6	31.5	50.5
	毛利率	45.7%	23.6%	23.0%	22.3%	22.3%
肥料系列产品	营业收入（亿元）	28.6	35.4	38.2	37.3	37.3
	毛利率	18.4%	21.2%	14.9%	15.4%	15.4%
精甲醇	营业收入（亿元）	0.8	1.5	0.9	0.9	1.0
	毛利率	-17.9%	-46.7%	-52.4%	-56.1%	-51.4%
外销外贸业务	营业收入（亿元）	6.1	1.7	3.9	2.8	3.4
	毛利率	4.3%	10.6%	5.6%	7.1%	6.3%
其他业务	营业收入（亿元）	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3
	毛利率	9.1%	1.5%	5.3%	3.4%	4.3%
合计	营业收入（亿元）	94.1	90.4	93.5	93.2	112.8
	毛利率	27.3%	17.9%	15.2%	15.4%	16.6%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

6.2. 相对估值

我们选取 4 家国内行业的代表企业作为可比公司：**华鲁恒升**是多业联产的新型煤化工企业，产品涉及化学肥料、基础化学品、化工新材料、新能源材料等 4 大板块；**鲁西化工**是集化工、化肥、装备制造及科技研发于一体的综合性化工企业，产品涵盖化工和化肥两大领域；**云天化**是具有资源优势，以磷产业为核心的综合性化工企业和磷肥、氮肥、共聚甲醛制造商；**湖北宜化**是一家以化工为主导产业，是湖北省重要的支农骨干企业，主要经营化肥、化工产品生产与销售的企业。

根据 Wind 一致预期与我们的预测，2023 年可比公司 PE 均值为 9.4 倍，公司 2023 年的 PE 值为 9.3 倍，公司估值水平略低于可比公司。考虑到公司煤化工业务稳健，多元醇新产能建设稳步进行，氢能源业务发展扎实，我们看好公司发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。

表7：可比上市公司相对估值（参考 2023 年 9 月 27 日收盘价）

代码	公司名称	股价 (人民币)	总市值 (亿人民币)	归母净利润 (亿人民币)				PE (倍)				PB (倍)			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600426.SH	华鲁恒升	32.6	691	62.9	47.6	64.6	76.5	11.0	14.5	10.7	9.0	2.5	2.3	1.9	1.6
000830.SZ	鲁西化工	11.3	216	31.6	21.8	31.8	38.4	6.9	9.9	6.8	5.6	1.3	1.2	1.0	0.9
600096.SH	云天化	17.1	314	60.2	53.2	57.8	63.1	5.2	5.9	5.4	5.0	1.9	1.5	1.2	1.0
000422.SZ	湖北宜化	10.9	115	21.6	15.6	17.8	24.9	5.3	7.4	6.5	4.6	2.5	1.7	1.4	1.1
行业平均								7.1	9.4	7.3	6.1	2.0	1.7	1.4	1.2
002274.SZ	华昌化工*	7.0	67	8.7	7.4	8.0	10.3	7.9	9.3	8.5	6.7	1.4	1.2	1.1	1.0

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：标*为自行预测，其他为 Wind 一致预期

7. 风险提示

宏观经济波动：全球经济大环境未发生根本性好转，地缘政治冲突使各国发展面临重要威胁。若全球经济增长放缓、宏观经济出现较大波动，将可能对公司的经营业绩和财务状况产生不利影响。

产品价格波动：公司产品主要为大宗商品，价格受市场供需关系影响，存在一定波动。未来如果产品价格大跌，将会对公司毛利率水平产生负面影响，并导致公司经营业绩的下滑和盈利能力的下降。

项目投产不及预期：公司计划新增年产 30 万吨多元醇及配套设施项目，已完成项目能评、环评、安评等前置审批。在项目新建过程中，将导致持续较大金额的资本性支出，从而增加折旧费用、资金利息以及相应的其他运营成本。项目周期一般较长，同时叠加政策变动、市场环境等一系列因素的变化，可能对新项目建设和落地产生不利影响。

华昌化工三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,370	3,511	3,831	4,684	营业总收入	9,045	9,350	9,316	11,282
货币资金及交易性金融资产	677	241	1,150	484	营业成本(含金融类)	7,423	7,927	7,880	9,409
经营性应收款项	1,298	1,752	1,297	2,337	税金及附加	40	44	44	53
存货	827	935	816	1,275	销售费用	120	159	138	147
合同资产	0	0	0	0	管理费用	267	309	240	338
其他流动资产	567	583	567	588	研发费用	59	65	48	73
非流动资产	4,941	5,275	5,585	5,831	财务费用	17	0	0	0
长期股权投资	208	208	208	208	加:其他收益	19	20	23	24
固定资产及使用权资产	3,680	3,773	3,859	4,547	投资净收益	41	93	56	51
在建工程	536	777	1,000	558	公允价值变动	(43)	0	0	0
无形资产	179	179	179	179	减值损失	9	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	38	38	38	38	营业利润	1,145	960	1,046	1,336
其他非流动资产	300	300	300	300	营业外净收支	(28)	(12)	(12)	(12)
资产总计	8,311	8,786	9,415	10,514	利润总额	1,117	948	1,034	1,324
流动负债	3,115	3,085	3,162	3,555	减:所得税	263	221	241	309
短期借款及一年内到期的非流动负债	524	524	524	524	净利润	854	726	793	1,015
经营性应付款项	924	837	914	1,177	减:少数股东损益	(18)	(10)	(11)	(14)
合同负债	428	476	473	565	归属母公司净利润	872	737	804	1,029
其他流动负债	1,239	1,248	1,252	1,290	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.92	0.77	0.84	1.08
非流动负债	104	104	104	104	EBIT	1,164	866	990	1,285
长期借款	87	87	87	87	EBITDA	1,609	876	999	1,357
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.93	15.22	15.42	16.60
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	9.64	7.88	8.63	9.12
其他非流动负债	18	18	18	18	收入增长率(%)	(3.91)	3.37	(0.36)	21.10
负债合计	3,220	3,189	3,267	3,660	归母净利润增长率(%)	(46.61)	(15.52)	9.12	28.03
归属母公司股东权益	4,993	5,509	6,072	6,792					
少数股东权益	98	88	76	62					
所有者权益合计	5,091	5,597	6,148	6,855					
负债和股东权益	8,311	8,786	9,415	10,514					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,239	47	1,424	(78)	每股净资产(元)	5.24	5.78	6.38	7.13
投资活动现金流	(205)	(262)	(274)	(279)	最新发行在外股份(百万股)	952	952	952	952
筹资活动现金流	(764)	(221)	(241)	(309)	ROIC(%)	15.86	11.15	11.70	13.85
现金净增加额	260	(436)	909	(666)	ROE-摊薄(%)	17.46	13.37	13.24	15.15
折旧和摊销	445	10	9	72	资产负债率(%)	38.74	36.30	34.70	34.81
资本开支	(41)	(356)	(330)	(330)	P/E(现价&最新股本摊薄)	7.87	9.32	8.54	6.67
营运资本变动	(91)	(608)	666	(1,126)	P/B(现价)	1.38	1.25	1.13	1.01

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>